

Національна академія державного управління  
при Президентіві України

***В. Юрчишин***

# **Економічні виклики для України в умовах глобалізації**

Навчальний посібник  
*до дисципліни*  
*“Макроекономічна політика та аналіз  
її ефективності”*

Київ  
Видавництво НАДУ  
2005

УДК 330.101.8  
ББК 65.050.1 (4 УКР)  
Ю 83

*Затверджено Вченою радою Національної академії  
державного управління при Президентові України.  
Протокол № 103/І від 27 січня 2005 р.*

**Рецензенти:**

**І.Розпутенко**, доктор наук з державного управління, професор, про-  
ректор - директор Інституту підвищення кваліфікації керівних кадрів  
Національної академії державного управління при Президентові  
України;

**О.Олійник**, кандидат економічних наук, директор Інституту реформ.

**Юрчишин В.**

**Ю 83** Економічні виклики для України в умовах глобалі-  
зації: Навч. посіб. до дисципліни “Макроекономічна полі-  
тика та аналіз її ефективності”. - К.: Вид-во НАДУ, 2005. -  
36 с.

**ISBN 966-619-172-5**

У навчальному посібнику висвітлюються проблеми економічної політи-  
ки, що постають перед країнами світу в сучасних умовах поширення глоба-  
лізації. Враховуючи вирішальне значення валютної складової у форму-  
ванні міцного базису стійкого економічного зростання, проводиться аналіз  
сучасних тенденцій міжнародної валютної системи та їх вплив на моне-  
тарне середовище України. Водночас розгляд економічних ускладнень,  
пов'язаних із політичним протистоянням, дає можливість сформулювати  
рекомендації для вдосконалення системи державного управління в реалі-  
зації завдань економічної політики. Питання для обговорення та дискусій  
спрямовані на ширше усвідомлення визначеної проблематики. Розрахо-  
ваний на слухачів, аспірантів, докторантів НАДУ.

**ISBN 966-619-172-5**

**УДК 330.101.8**  
**ББК 65.050.1(4 УКР)**

© В.Юрчишин, 2005  
© Національна академія  
державного управління  
при Президентові України,  
2005

## Вступ

Економічне зростання в Україні, яке спостерігалось майже п'ять років поспіль, продемонструвало високі потенційні можливості розвитку нашого суспільства. Однак політичне протистояння у період президентських перегонів у кінці 2004 р. висвітило низку проблем та суперечностей, які певний час залишались “непоміченими” або ж їх вирішення відкладалось до “кращих часів”. Так висока валютна та цінова стабільності, які утримувались в Україні, були порушені ціновими шоками та різким зростанням попиту у населення на іноземну валюту, і, у свою чергу, стало демонстрацією того, що стабілізаційний період у нашій країні потребує подальших зусиль української влади.

Водночас у світі відбувались ще грандіозніші зміни і трансформації, на які кожна країна мала адекватно реагувати. Чи не найвагомим чинником змін у економічній (та й політичній) структурі світу стало значне ослаблення американського долара відносно переважної більшості інших валют міжнародного значення. У свою чергу, зміцнення ж євро відносно долара висунуло на перші позиції дискусії стосовно перспектив євро як світової валюти, і його (євро) можливості покласти край безумовному домінуванню американського долара на світових фінансових ринках. Нинішні тенденції “протистояння” долара та євро висувають перед державним управлінням нові глибинні завдання, які мають безпосередній та принциповий вплив на економічні та політичні основи країни.

Як бачимо, валютна проблематика дійсно перебуває на перехресті як внутрішніх, так і міжнародних проблем. І саме в ній концентрується багато ризиків для державної політики країни. Звичайно, вказаний характер можливих змін у світі вимагає чіткого усвідомлення завдань економічної політики, а також визначення раціональних інструментів для вирішення невідкладних гострих проблем. Тому у посібнику ми зосередимось на нових викликах і ризиках, що опинились у центрі уваги експертів та політиків, знаходять своє відображення у валютній проблематиці і мають системний характер для формування світогосподарського механізму. Звернення до міжнародного досвіду складає базис нашого розгляду.

# 1. Монетарне розширення: Україна - маленький Китай?

Стрімке розширення експорту і притік капіталів у формі прямих іноземних інвестицій у 2001-2004 рр. стали вагомим чинником реалізації в Україні стимулюючої монетарної політики. Країні вдалося суттєво покращити найголовніші макроекономічні показники - високе економічне зростання, стабільний валютний курс, послідовне наповнення валютних резервів, низький рівень інфляції, незначний бюджетний дефіцит. Які ж ризики привносить із собою така приваблива “картинка”?

Для відповіді на це запитання нам варто звернутися до досвіду Китаю, який нині є зразком активних і цілеспрямованих перетворень і водночас дає чимало характерних прикладів вигод та суперечностей економічних трансформацій. При цьому також вказуватимемо на певні особливості політики, що мають спільні риси з українським економічним сьогоденням.

Стратегія розвитку Китаю, що початково використовувала зовнішньо-економічні переваги дешевої робочої сили, чітко враховувала ресурсне забезпечення країни, тому в міру активізації виходу Китаю на зовнішні ринки економіка активніше використовувала саме внутрішній потенціал для розвитку. Тому в 90-і рр. економіка розвивалася не тільки стабільно, а й практично не залежала від зовнішньоекономічної кон’юнктури (табл. 1, нагадаємо, що 1997-98 рр. характеризувалися серією гострих криз), отже, в цілому демонструвала висока стійкість стосовно несприятливих зовнішніх впливів. Нині в умовах низьких темпів світового розвитку це стає особливо важливо для національної економіки і позитивно відрізняє китайську економіку від багатьох економік світу (в тому числі індустриальних країн), що не можуть забезпечити гідних рівнів економічного зростання при тривалих падіннях обсягів зовнішньої торгівлі.

*Таблиця 1*

## Економічне зростання у Китаї, відсоток до попереднього року \*

Показник	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Реальний ВВП	8,8	7,8	7,1	8,0	7,5	8,0	9,1
Інфляція	2,8	-0,8	-1,4	0,4	0,7	-0,8	1,2

\* Джерелом даних для табл. 1, 2 і рис. 1. є дані МВФ

Характерною ознакою стрімкого зростання в Китаї протягом 90-х р. був високий притік іноземної валюти внаслідок постійного високого зовнішньоторговельного сальдо (табл. 2), притоку прямих іноземних інвестицій, наслідком чого стало зміцнення національної валюти і наповнення міжнародних резервів (рис. 1). Як бачимо, вказана характеристика у меншому часовому проміжку у зовнішній сфері відповідає й Україні (табл. 2, рис. 2).

Таблиця 2

### Рахунок поточних операцій платіжного балансу Китаю й України, відсоток ВВП

Показник	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004 (п)
Китай	4,1	3,3	1,6	1,9	1,5	2,8	2,1	1,6
... \$ млрд.	37,0	31,5	15,7	20,5	17,4	35,4	29,6	25,0
Україна	-3,0	-3,1	2,6	4,7	3,7	7,5	6,0	3,6

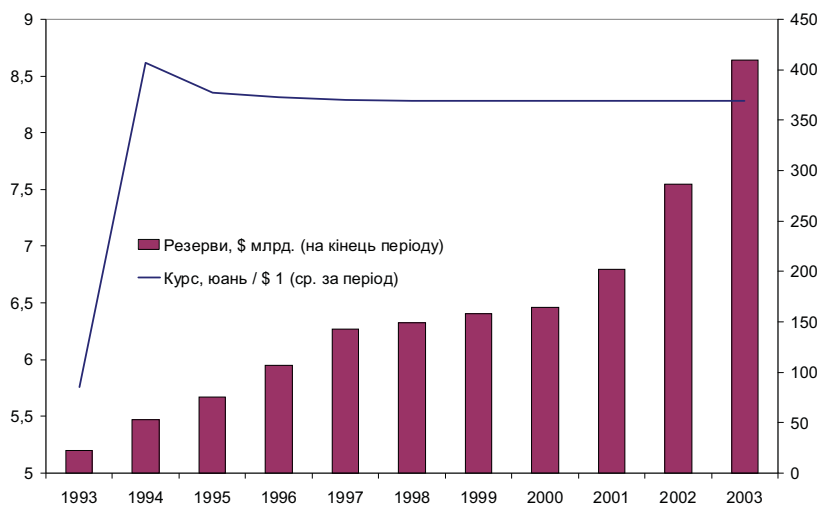


Рис. 1. Китай: валютні резерви (права шкала) і курс\*

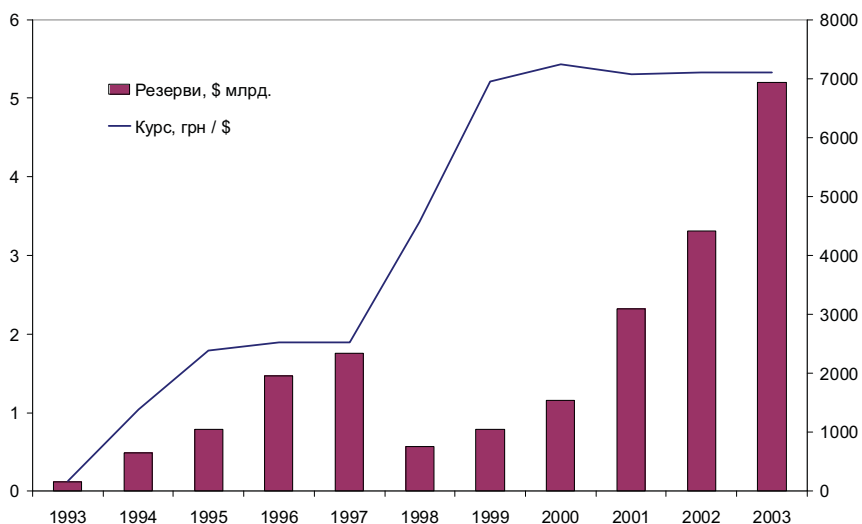


Рис. 2. Україна: валютні резерви (права шкала) і курс\*

\*Джерело: НБУ.

В Україні, так само як і у Китаї, протягом кількох років поспіль утримувався фактично фіксований курс, зумовлений високими інтервенціями центрального банку країни на валютних ринках. Вказана монетарна “подібність” України з Китаєм визначає і ймовірні політичні наслідки. Зокрема, йдеться про подальшу валютну політику, підвищення гнучкості режимів валютних режимів для країн з динамічними економіками, що є одним з найважливіших уроків китайського досвіду для українського сьогодення.

Ще кілька років тому при визначенні фінансової політики світу до уваги бралися переважно найбільші розвинуті країни. Нинішній глобалізований і високодинамічний світ формує нові центри впливу. Для світових ринків фінансова та валютна політика великих країн, що розвиваються, вже має неабияке значення, особливо таких динамічних і таких могутніх, як Китай. Китайська економіка все більше завойовує позиції “індикатора” для країн Південно-Східної Азії у світовій торгівлі, і зокрема економічних відносинах із США. Зовнішньоекономічні відносини США та Китаю вже вийшли на глобальний рівень, про чинники та складові яких розглянемо далі. Щодо валютної політики, то країна в останні два роки піддається постійному тиску з боку США й МВФ за те, що негнучкість у курсовій політиці в умовах дефляції (загальному зниженню цін) ніби-то сприяє “зайвій” акумуляції резервів, а “здешевшаний” курс юаня “штучно” підтримує національних виробників і приводить до значних торговельних дефіцитів розвинених країн. Хоча Китай відкидає звинувачення у “штучності”, проте фіксований курс, який країна утримує більше восьми років дійсно завдає певного клопоту китайському керівництву.

Крім “зовнішньої” зумовленості підвищення валютної гнучкості, існує також “внутрішня” потреба підтримки стрімкого розвитку, що пов’язана з необхідністю активного виходу національного бізнесу на міжнародні ринки. Як відомо, фіксований курс істотно обмежує проведення незалежної монетарної політики (див. рис. далі), що потрібно Китаю для формування внутрішнього попиту й прискорення структурних змін. А подальше включення країни в процеси глобалізації й лібералізації капітальних потоків вимагають підвищення конвертованості юаню, можливості чого обмежені в умовах фіксованого курсу. З розгортанням лібералізації режимів потоків капіталів (очевидна необхідність для швидкозростаючої економіки) з’являються додаткові ризики, які складно переборюються в умовах фіксованого режиму.

Якщо подібні дискусії перенести на українське підгрунтя, то нині в українських умовах (які, вірогідно, будуть зберігатись принаймні у середньостроковій перспективі) припливу валюти, перехід до більш гнучкого режиму (й істотного зниження або навіть відмови НБУ від масованої купівлі надлишку пропозиції валюти на валютних ринках України) означав би зміцнення гривні або її номінальну ревальвацію. Нагадаємо, номінальна ревальвація своїм наслідком може мати реальну ревальвацію, що провокує здешевлення імпортованих товарів, подорожчання вітчизняного експорту, а значить зменшення величини експорту, зростання величини імпорту й погіршення торговельного балансу. І наразі вже важко визначити, як новий торговельний баланс впливатиме на динаміку валютного курсу. Тобто невиважене впровадження політичних інструментів у такій чутливій сфері, якою є валютна, найвірогідніше може призвести до дестабілізаційних процесів з критичним впливом на все економічне середовище. Нагадаємо, що висока девальвація національної грошової одиниці в Україні завжди супроводжувалась високою інфляцією, що практично унеможливило стійке економічне зростання.

Звичайно, вища гнучкість курсів цілком може виступати інструментом зміцнення національних економічного і валютного середовищ. Це дасть змогу стримати зростання грошової маси і сумнівних кредитів, тобто довести притік іноземної валюти до рівнів, співставними з низькими цільовими показниками інфляції й обмежити ризики, під які потрапляють банки у результаті стрімкого розширеного кредитування. Водночас слід розуміти, що зниження наповнення міжнародних резервів країни може підвищувати ризики для спроможності утримувати валютну стабільність у періоди валютної нестабільності. Так, в Україні в багатьох аспектах завдяки значним валютним резервам, накопиченим у попередні роки, вдалося запобігти валютній кризі, хоча в період політичної нестабільності попит на валюту був значний і на приборкання дестабілізації вимагались значні інтервенції, особливо на готівкових ринках.

Іншим інструментом, що потребує свого впровадження і розвитку в Україні, є стерилізація притоку валютних ресурсів, для чого потребується поглиблення внутрішнього грошового ринку і відповідних інструментів грошово-кредитної політики. Звичайно, такими ефективними інструментами виступають операції на відкритому ринку - купівля-продаж державних цінних паперів для досягнення бажаних обсягів пропозиції грошей. Втім у країнах СНД, і в Україні зокрема, державні облігації не завжди користуються очі-

куваним попитом. У цьому разі в деяких країнах центральні банки для скорочення ліквідності випускають власні короткострокові цінні папери, намагаючись знизити інфляційний тиск. Однак за межами короткострокової перспективи така політика для центрального банку привносить високі ризики, оскільки привабливі (високі) процентні ставки стимулюють притік/відтік спекулятивних капіталів вже безпосередньо на рахунки центрального банку країни.

## 2. Усвідомлення місця потоків капіталів

Відкритість світу до розширення зовнішньоекономічних зв'язків практично між усіма країнами послідовно змінює і характер таких зв'язків. Ще зовсім недавно говорили про торгівельну спроможність включення країн у міжнародний розподіл праці.

Проте високі потоки капіталів стали характерної ознакою сучасності. Близько 2 трлн дол. США - такий обсяг капіталів, що вплили у економіки країн світу у 2002 р. Хоча після терористичних атак, потоки капіталів знизились у порівнянні з піковими значеннями кінця 90-х рр. (рис. 3), втім залишаються вищими, аніж у інші періоди історії.

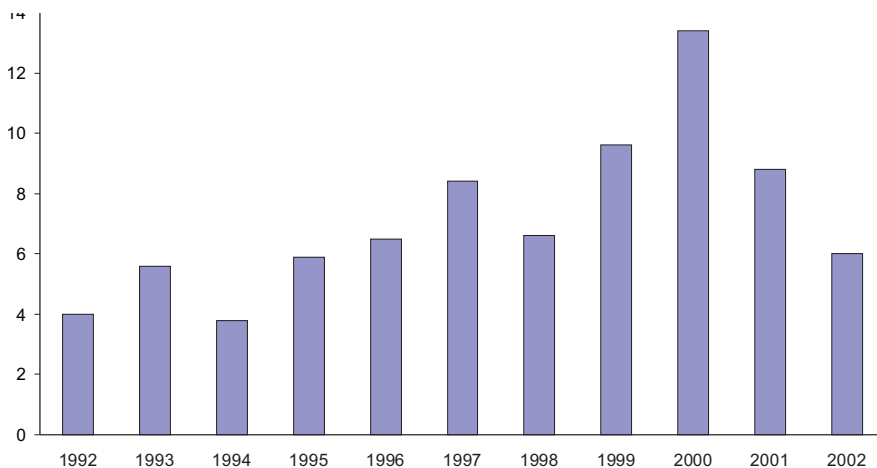


Рис. 3. Глобальні потоки капіталів, % світового ВВП [23]

Найвагомішими особливостями спрямованості міжнародних потоків капіталів є те, що [3, 17]:

- потоки капіталів мають високі потенційні вигоди для країн у всьому світі;

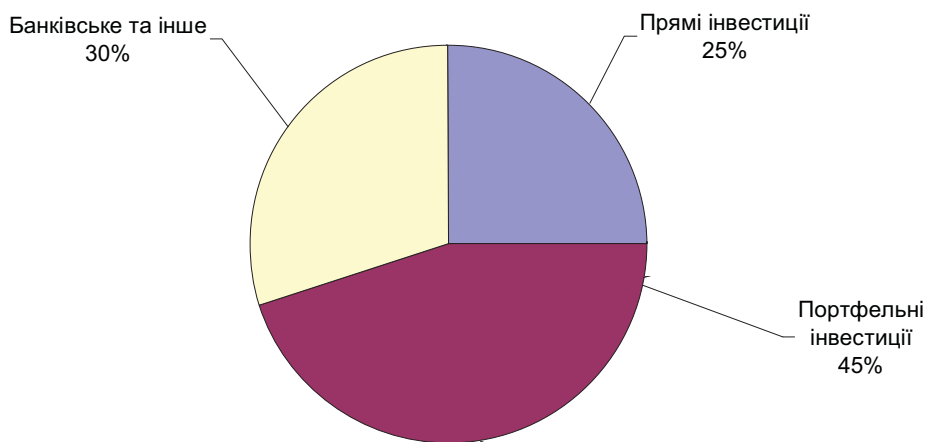
- країни, що проводять строгу макроекономічну політику і мають добре функціонуючі інститути, мають незаперечні переваги для отримання вигод від потоків капіталів і зниження ризиків;



- країни, що практикують вільні потоки капіталів повинні обирати між стабільністю, що забезпечується у режимі фіксованого валютного курсу, і гнучкістю, яка досягається завдяки незалежній монетарній політиці.

Загалом потоки капіталів за своєю структурою розділяють: на прямі інвестиції, портфельні інвестиції і банківські інвестиційні капітали (рис. 4). Окремо слід зазначити, велике значення портфельних інвестицій у державі мають цінні папери США, вагомість яких різко почала зростати з 2001 р. Купівля іноземцями державних облігацій зросла з 3% від загального обсягу притоку капіталів у США до 30% у 2003 р. Вагомим чинником такого зростання є намагання інвесторів уберегтися від ризиків мінливості корпоративних цінних паперів у період високої фінансової та ділової нестабільності у світі після 2001 р. Стосовно значення таких інвестицій для світової фінансової системи ми розглянемо далі.

Звичайно, найбільшими донорами та реципієнтами капітальних потоків залишаються великі розвинуті країни, насамперед, США, Велика Британія, Японія. Проте дедалі вагоміше про себе заявляють країни, що розвиваються, чи країни з трансформаційною економікою. Як видно з даних табл. 3, приватні іноземні інвестиції (і зокрема прямі іноземні інвестиції) в країнах, що розвиваються, значно перевищують рівень сальдо рахунку поточних операцій платіжного балансу, і, тим самим, саме від них залежить і рівень валютного впливу. Загалом, стосовно припливу капіталів на нові ринки, виявляється, що чим успішніше країна реформує свою економіку, тим легше їй залучати “необхідний” обсяг зовнішніх інвестицій. І навпаки, зростання іноземних інвестицій, у свою чергу, слугує незаперечним чинником економічного зростання.



*Рис. 4. Структура світових потоків капіталів, % [24]*

**Зовнішні фінансові потоки у країни, що розвиваються,  
млрд дол. США**

Показник	2001	2002	2003(о)	2004(п)
Рахунок поточних операцій	26,4	77,2	104,5	53,0
Чистий притік приватних капіталів	130,5	128,3	194,1	225,6
Прямі інвестиції	139,9	115,3	94,9	113,8
Чисті офіційні потоки	11,1	-6,8	-23,7	-17,8
Резерви (- = збільшення)	-87,7	-150,1	-260,3	-197,4

Джерело: Institute of International Finance.

**Зовнішні фінансові потоки країн Центральної Європи, Росії  
та Туреччини, млрд дол. США**

Показник	2001	2002	2003(о)	2004(п)
Рахунок поточних операцій	18,7	10,3	7,9	-9,1
Чистий притік приватних капіталів	16,8	43,1	49,2	66,8
Прямі інвестиції	15,0	19,8	7,1	15,4
Приватні кредитори	0,8	22,3	41,4	49,7
Чисті офіційні потоки	0,4	3,6	-2,2	-4,0
Резерви (- = збільшення)	-8,6	-29,0	-36,7	-31,5

Джерело: Institute of International Finance.

Водночас для центрально- та східно-європейських країн прямі іноземні інвестиції ще не стали основним інструментом включення у світові фінансові потоки, значно активніше тут задіяні різноманітні кредитні механізми (табл. 4), що означає, країни вказаного регіону недостатньо використовують свої відносні переваги для залучення саме інвестиційних капіталів.

Готовність країни запровадити вільні перетікання капіталів через свої кордони означає, що країна повинна усвідомлювати й обмеження, що накладаються на її політику, а саме дилему між можливістю проведення незалежної монетарної політики і спроможністю впровадження режиму фіксованого валютного курсу.

З цього приводу потрібно провести окремі пояснення, щоб уберегтися від спроб “змішування” різних чи суперечливих інструментів економічної політики. Звичайно, притік капіталів відбувається у ті країни, де, за рівних інших умов, активи мають вищу прибутковість і надійність. У країнах, куди спрямовані потоки капіталів, керівництво може мати лише два політичні напрями з трьох наступних - вільні потоки капіталів, незалежна монетарна політи-



залежну монетарну політику, зокрема, не може вільно управляти своєю процентною ставкою. Так, Гонконг не може, наприклад, знизити процентну ставку з метою економічного стимулювання (як у випадку США). Якщо ж ставка у Гонконгу відрізнятиметься від “світової” ставки, то потоки капіталів спрямовуються у країну чи з країни. За режиму плаваючого курсу спрямування капітальних потоків означає також зміну вартості національної валюти. Однак за режиму фіксованого курсу (який практикується у країні) органи грошово-кредитного регулювання мають продавати чи купувати національну чи іноземну валюти (проводити валютні інтервенції) для того, щоб підтримувати зафіксований курс шляхом врівноваження попиту і пропозиції на валютних ринках. Очевидно, що грошова маса при цьому суттєво змінюватиметься. Крім того, можливості проведення інтервенцій суттєво залежать від обсягів валютних резервів загалом, тобто країна не може нескінченно продавати ресурси з своїх валютних резервів.

У свою чергу, Китай також прив’язав свою валюту до американського долара і проводить незалежну монетарну політику, обмежуючи потоки капіталів. У цьому випадку процентні ставки у Китаї та світі можуть різнитись, оскільки обмеження на капітальні потоки означають неможливість вільних перетоків капіталів, а тому й відсутність тиску на монетарну політику чи поточний валютний курс.

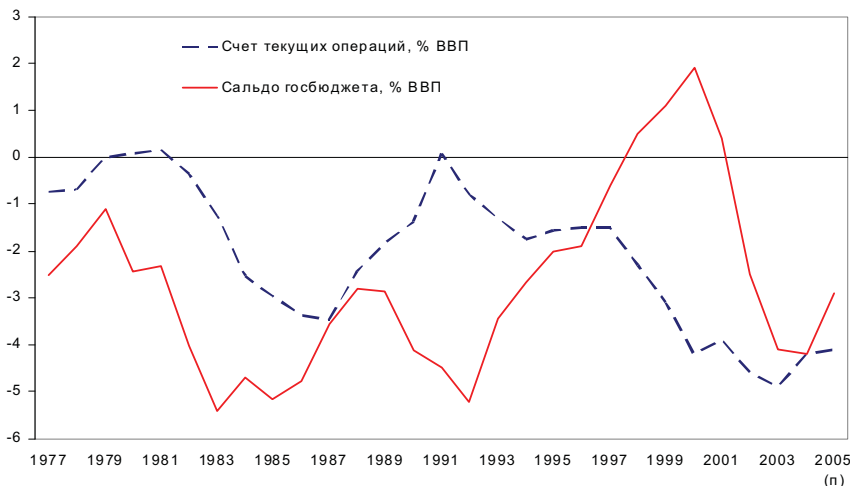
Ще раз підкреслимо, що зазначений приклад вказує: якщо країна обирає для себе режим економічної політики, в рамках якої дозволяється вільний перетік капіталів, то вона (країна) мусить визначитись стосовно дилеми: обрати незалежну монетарну політику чи впроваджувати режим фіксованого валютного курсу. Очевидно це далеко не просте питання, і багато чинників можуть вплинути на вибір кожної конкретної країни. Далі ми звернемося до значущості потоків капіталів, в особливості їх притоку у США, для сучасної фінансової системи.

### **3. Валютні коливання - від сили до слабкості**

Початок третього тисячоліття долар США зустрів на вершині своєї могутності в останні двадцять років. Згадаймо, що новий Президент США (Дж.Буш-молодший) одержав у спадщину від свого попередника (Б.Клінтона) досить сприятливе макроекономічне середовище. Позитивне сальдо держбюджету перевищувало 230 млрд дол. (близько 2% ВВП), дефіцит рахунку поточних опе-

рацій до 2000 р. не перевищував 3% ВВП, євро коштував лише трохи більше 90 американських центів, рівень безробіття - 4% - був найнижчим за попередні півтора десятиліття.

На кінець 2004 р. показники мають ледь не “дзеркальний” характер, що відображає процеси у найбільшій економіці світу в останні роки. Так, бюджетний дефіцит фінансового року, що закінчився 30 вересня перевищив 400 млрд дол. (4% ВВП), дефіцит рахунку поточних операцій за перше півріччя 2004 р. перевищив 300 млрд дол. й, імовірно за підсумками року досягне рівня 5,5% ВВП (див. також рис. 6).



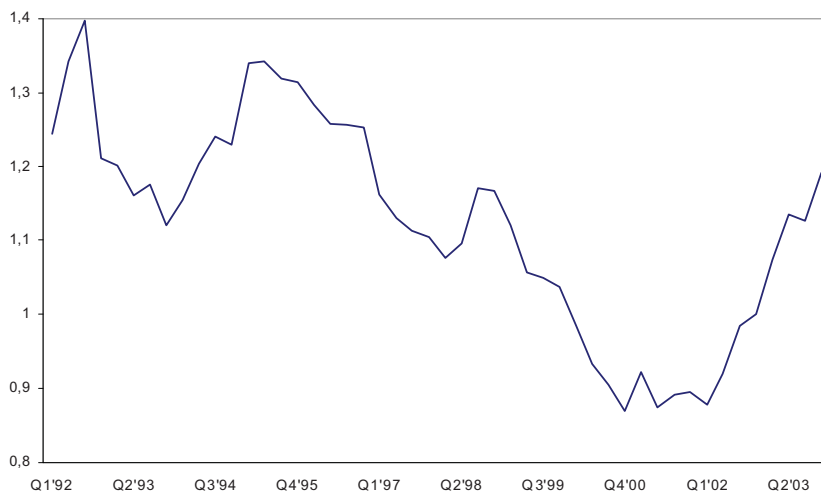
**Рис. 6. “Подвійний” дефіцит у США**

Джерело: IFS.

Різке зниження процентних ставок у попередні три роки (улітку 2003 р. ФРС знизив ставку до 1%), спрямоване на стимулювання ділової активності й виведення економіки з депресії, призвело до зниження привабливості активів для міжнародних інвесторів (сьогодні закордонним інвесторам належить 30% облігацій США) й істотному скороченню припливу капіталів в американські ринки (так, тільки прямі іноземні інвестиції в США в 2002 р. упали на 110 млрд дол. порівнянно з минулим роком). А політика зниження податків, що є одним з основ внутрішньої політики Буша, і необхідність продовжити воєнні операції в близькосхідному регіоні взагалі ставлять під сумнів можливість скорочення бюджетного дефіциту. Сьогодні є загальновизнаним, що “подвійний” дефіцит США має кризовий вплив як на стабільність долара, так і макроекономічні умови загалом. Саме у стрімкому послабленні долара відобразилась низка негараздів та проблем американської, а з нею і світової економічної та фінансової системи світу.

Тому саме до аналізу динаміки долара (США) та чинників, що формували таку динаміку доцільно звернутись. Аналіз же стану і перспектив долара буде неповний, якщо не звернемося до феномена його (долара) істотному зміцненню в другій половині 90-х рр.

Починаючи з першого кварталу 1990 р., протягом десяти років американська економіка демонструвала безперервне реальне зростання із середнім темпом 3,5%. З урахуванням величини всієї економіки, це означає щорічний приріст валового внутрішнього продукту на 300-350 млрд дол. Зрозуміло, що таке нарощування вимагало зростаючих ресурсів. Високі темпи зростання супроводжувалися низькою інфляцією, високою конкурентоздатністю технологічної продукції, зниженням безробіття, ростом прибутковості як у традиційних галузях, так і динамічних нових інформаційно-технологічних. Все це стимулювало подальший приплив капіталів у високопродуктивні ринки й стало характеристикою “нової економіки” США.

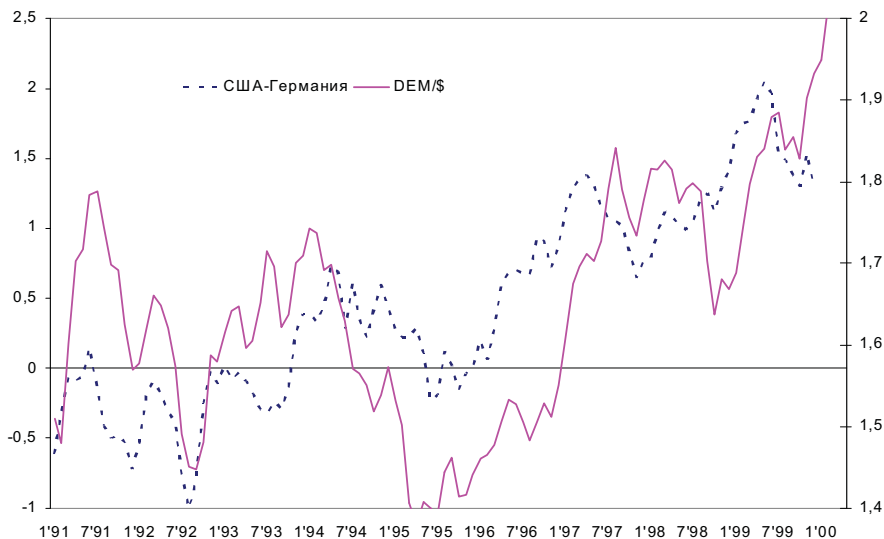


*Рис . 7. Динаміка долара США до перерахованого євро*  
Джерело: IFS.

Водночас економічна динаміка інших країн світу не була настільки успішною. Практично жодній з країн, що розвиваються не вдалося уникнути криз, а розвиненим країнам (з різних причин) - рецесії. Однак, незважаючи на кризи в Японії, Південно-Східній Азії, Латинській Америці наприкінці 90-х рр., а разом з ними й зниженням сукупного попиту, економіка США не тільки не знизила своїх темпів, але, навпаки, завдяки зростання попиту на внутрішніх ринках, виступила тим стимулятором, що запобіг розкручуванню регіональних криз до глобального рівня. Однознач-

ним наслідком переплетення таких факторів стало зміцнення долара відносно всіх інших найважливіших світових валют (див., зокрема, для євро рис. 7).

Окремо варто звернутись до процентних ставок. По-перше, процентний фактор (різниця в процентних ставках) відіграє, як відомо, істотну роль у стимулюванні потоків капіталів. Так, динаміка валютного курсу долара до німецької марки досить точно відповідала динаміці різниці процентних ставок США й найбільшої економіки Європи (рис. 8).



**Рис. 8. Різниця в довгострокових процентних ставках США й Німеччини і курс марки до США (права шкала)**

Джерело: IFS.

*Таблиця 5*

**Процентні ставки (базові), відсоток (на кінець періоду)**

Країни	1999	2000	2001	2002	2003
США	5,3	6,4	1,8	1,2	1,0
Країни зони євро	3,0	4,8	3,3	2,8	2,0

Джерело: МВФ.

По-друге - управління процентною ставкою належить до дієвих інструментів монетарної політики, поживавлення ділової активності. Однак, якщо ставка вже наблизилася до нульового рівня, то такий інструмент не працює, а значить у монетарної влади знижуються можливості маневру по економічному стимулюванню. Таким чином, за останні три роки (табл. 5) можливості задіяти механізми

процентної політики істотно звузилися. Навіть після підвищення ФРС ставки до 2% наприкінці 2004 р. при розрахунковій величині дефлятора на цей рік 2,1% маємо в США від'ємну базову реальну ставку.

Повертаючись до сильного долара, зазначимо, що євро, уведений у дію з 1 січня 1999 р. за оцінками експертів, мав цілком позитивні очікування щодо своєї вартості й стабільності, і в довгостроковій перспективі “зрівноважений” курс оцінювався на рівні 1,1-1,15 дол. США за один євро. Однак втрата за перший рік 20% своєї вартості стосовно долара (і трохи менше стосовно інших найважливіших валют) для багатьох виявилось шоком. Це породило сумнів у можливості євро стати повноцінною світовою валютою й повністю замінити німецьку марку на світових ринках (див. вставку). Проте стрімке падіння євро “вимагало” реваншу, тому девальвація долара 2003-2004 рр. також частково має характер “вирівнювання”. У всякому разі, з огляду на спадну динаміку американської валюти, варто говорити про те, що найважливіші процеси, які формували базис зміцнення долара, або призупинилися, або й зовсім припинилися.

Загалом виділяють наступні фактори, які визначають потенційну можливість валюти отримати статус міжнародної:

- Величина економіки та зовнішньоторговельних зв'язків. Сьогодні економіка США перевищує сукупну економіку 11 країн зони євро. Якщо Великобританія, Данія, Швеція приєднаються до монетарного союзу, тоді “національні” території долара та євро приблизно зрівняються.
- Історичні аспекти. Експортери, імпортери, торгівці валютою звичайно віддають перевагу більш звичним для них валютам. Наприклад, навіть британський фунт залишається міжнародною валютою, незважаючи на втрату Великобританією рівня світової супердержави.
- Фінансові ринки країни. Розвиненість, глибина та відкритість національних фінансових ринків визначають їх вплив на міжнародні фінанси. До недавнього часу Нью-Йорк та Лондон були барометрами фінансової активності у світі. Очевидно, у найближчому майбутньому роль Франкфурта активно зростатиме, проте ні Париж, ні Токіо не зможуть поки що вийти на такий же рівень ділової активності.
- Довіра до валюти. Тільки стабільне економічне зростання, постійна висока привабливість активів, покращання добробуту населення створюватиме впевненість у надійності валюти як у коротко- так і довгостроковій перспективі.

Зрозуміло, що в рамках чотирьох виділених факторів поки що долар має досить значні переваги над євро.



Проте також слід зауважити, що статус міжнародної валюти привносить і певні недоліки, що пояснює, чому такі країни як Японія та Швейцарія не сприяли утвердженню своїх валют як міжнародних. Перший недолік стосується високої мінливості попиту на іноземну валюту, у тому числі внаслідок високої інтернаціоналізації економічного та фінансового середовища. Зокрема, використання резервних валют країнами для інтервенцій на підтримку своїх валют може суперечити завданням монетарної та валютної політики країни, що має валюту міжнародного статусу. Інший недолік стосується загалом зростаючого попиту у світі на резервні валюти. Наприклад, у 60-х і 70-х рр. уряди Німеччини та Японії були дійсно стурбовані зростанням попиту на свої активи з боку іноземців, що, внаслідок припливу капіталів, могло спричинити подорожчання марки та єни з втратою конкурентоспроможності національних товарів і депресивним тиском на національні економіки.

Суперечливість процесу послаблення долара також полягає в тому, що валюта країн динамічного Східно-азіатського регіону тією чи іншою мірою прив'язана до долара, а тому “дешевшає” разом з долларом стосовно інших сильних валют, тобто європейські валюти виявляються не єдиними валютами, що дорожчають. Очевидно, це прямий удар по конкурентоспроможності європейських експортерів, а тому й по економіці європейських країн, які ймовірно в найближчі два-три роки не зможуть вийти навіть на мінімальний рівень зростання у 2%.

Отже, якщо сильний долар сприяв і підтримував економічний розвиток Європи й світу, то сьогодні сильний євро, в умовах збереження низьких економічних темпів створює набагато більше проблем для тієї ж європейської економіки.

#### **4. Глобальний вплив макроекономічного дисбалансу**

Як не дивно, торговельний дефіцит США й торговельний надлишок їхніх партнерів приносить економікам останніх не менше головного болю. Такий доларовий торговельний надлишок повинен бути або інвестований у доларо-номіновані активи або ж через центральний банк конвертований у національну валюту. Якщо відбувається конвертація значних доларових обсягів, то попит на долари падає, що означає реальне подорожчання національної валюти з втратою конкурентоздатності й підштовхуванням таких економік у рецесію. Отже, якусь частину доларів, що

надійшли, країни просто зобов'язані інвестувати в доларові активи. “Повернені” у результаті інвестування в США долари осідають у американській банківській системі, формуючи нові можливості розширення пропозиції грошей, що, крім дешевого кредитування, також підштовхує подальше зростання імпорту.

Безсумнівно, значна частка постійного торговельного надлишку, в особливості країн, що розвиваються, концентрується у валютних резервах таких країн. Дійсно, протягом останніх років відзначалося істотне зростання світових резервів. Якщо у 1990 р. їхній рівень становив 4% світового ВВП, то в 2002 р. досяг майже 7,8% світового ВВП, в основному за рахунок динамічних експорто-орієнтованих економік країн, що розвиваються. Так, якщо сукупні резерви нових висхідних (emerging) країн зросли у 2,5 раза - з 640 млрд дол. в 1996 р. до 1,6 трлн дол. в 2004 р. (оцінка), то у Китаї - в 5 разів (з 108 до 547 млрд дол.), Індії - в 6 разів (з 21 до 131 млрд дол.), Росії - в 8 разів (з 12 до 102 млрд дол.).

Важливою особливістю, яка в багатьох аспектах є визначальною для правильного розуміння взаємозв'язку торговельних дисбалансів у різних країнах, є те, що в структурі світових резервів значне місце займають американські довгострокові державні боргові облігації. Облігації США вважаються найбільш надійними й ліквідними фінансовими інструментами, що важливо для країн, які розвиваються, та піддані високим фінансовим ризикам. Водночас така привабливість означає й високий попит на них, а тому й підтримання невисокої прибутковості. Таким чином, американський дефіцитний бюджет використовує для свого фінансування відносно дешеві ресурси, що, у свою чергу, продукує низьку вартість капіталів для американського бізнесу.

Зрозуміло, що долари, які входять у закордонні (для США) банки внаслідок експортного виторгу, створюють передумови збільшення грошової бази, а з ним і розширеним кредитуванням і стимулювання швидкого економічного зростання. Однак, якщо внутрішні економіки не мають спроможності “переварити” такі надходження, то, по-перше, збільшується обсяг сумнівних кредитів, по-друге, фактично формується фінансова “повітряна бульбашка”, що разом сформує високі ризики фінансових і банківських криз.

Таким чином, економіки більшості торговельних партнерів США (насамперед країн, що розвиваються) швидко ростуть саме завдяки високому імпорту США, утримуваному високому спожив-

чому попиту на їхні товари. Однак як торговельний дефіцит США не може довгий час фінансуватися постійно зростаючим припливом капіталів, так і економіка, наприклад Китаю, не може постійно “переварювати” зростаючі доларові надходження без ризику розбухання фінансових “куль”, зростання обсягів сумнівних кредитів або суттєвої ревальвації національної валюти. Водночас, якби в короткий час торговельне сальдо США збалансувалося, неминучою реакцією була б глибока криза більшості нині успішних американських торговельних партнерів, а розмови про “тигрів” залишилися б надовго в глибокій історії. Отже, успішні експортери виявляються цілком зацікавленими у фінансуванні бюджетного дефіциту США своїми капіталами.

Існує й “дзеркальна” точка зору щодо утримуваного припливу капіталів у США. Як відомо, відповідно до системи національних рахунків, рахунки поточних операцій завжди збалансовані з капітальними рахунками. Висока й стійка прибутковість американських активів ініціює постійний приплив капіталів у США, у тому числі з ринків, що розвиваються. Очевидно, такий рух може бути “профінансовано” зростаючим експортом країн, що бажають одержати доступ до американських капіталів. Зрозуміло, що країни купують американські активи не тому, що бажають профінансувати торговельний дефіцит США. Причина полягає в тому, що інвестори всього світу розглядають їх (активи) як надійний і дохідний фінансовий інструмент. В умовах вільних потоків капіталів економічні агенти вправі вибирати найбільш прийнятні для них (з огляду на прибутковість, надійність, ризиковість тощо) спосіб заощаджень або інвестування своїх ресурсів. Не зважаючи на певні складності, американський діловий ринок, як і раніше, залишається найпривабливішим у світі. Поки ще вкрай мало країн, які можуть конкурувати із США в технологічних нішах. Тому дешеві споживчі товари стають для багатьох з них (країн) єдиним джерелом доступу до доларів. Як наслідок, формується негативне торговельне сальдо для американської економіки.

Дійсно, чистий приплив капіталів у США зріс із 1% ВВП в 1990 р. до 4,5% в 2000 р. Це фактично збігається з ростом придбань іноземними економічними агентами боргових зобов’язань, державних облігацій, акцій американських компаній, прямих іноземних інвестицій (табл. 6). Таке зростання відображає бажання іноземців “долучитися” до високоприбуткових ринків у США.

**Рахунки зовнішньоекономічного балансу, % ВВП**

Показник	1999	2000	2003
Рахунок поточних операцій	-1,4	-4,2	-4,6
Чистий приплив капіталів	0,9	4,6	5,0

Джерело: US: Department of Commerce.

Водночас унаслідок світової фінансової нестійкості, завмирання ділової активності й зростання ризиків у багатьох регіонах, знизився інтерес іноземних інвесторів до прямих інвестицій і корпоративних облігацій, а перевага віддається облігаціям казначейства США. Тобто, зростання дефіциту бюджету США ініціює зростання експорту країн, що розвиваються, “спрямованого” на фінансування зазначеного дефіциту. І навпаки. Тому викликає сумнів реалістичність диверсифікованості світових валютних резервів, про що зараз багато говорять, оскільки це вимагає зміни товарних потоків, що проблематично у зв’язку з дорогим євро.

Отже, такі суперечливі взаємозалежності вимагають уважної ревізії причин і наслідків зростаючих потоків товарів і капіталів, оскільки слабкий долар демонструє лише симптоми світових дисбалансів, що загалом з року в рік збільшуються.

## **5. Перспективи дилеми долар-євро**

Як бачимо, втрата долларом своєї вартості у порівнянні, наприклад, з євро є відображенням більш серйозних розбалансувань у світовій економіці. І тому сьогодні найбільші дискусії серед економістів та фінансистів викликає не стільки сам факт послаблення долара, скільки питання про те, наскільки таке послаблення сприятиме зменшенню дефіцитів США, і яким буде вплив на європейські економіки. Найбільш критичними є міркування стосовно того, що хоча долар (а разом з ним економіка США) слабшають, проте на цьому тлі й Європа не стає економічно сильнішою.

Незважаючи на погіршення макроекономічних показників, США залишаються чи не єдиною розвинутою динамічною економікою. А світовій економіці завжди потрібний локомотив, “зразок” (нагадаємо, що й більшість технологічних новинок народжується саме у США). Тому, хоча й парадоксально, але слабкий долар виявляється нікому не вигідний. Сильний же вигідний прак-

тично всім, і багато країн, що розвиваються, зацікавлені в сильному доларі навіть більше, ніж самі американці. А це вже може стати основою світової політики формування нового довгострокового тренда сильного долара.

Перші ознаки поворотного тренда (до відновлення сильного долара) вже починають проявлятися. Так, уряд оголосив про програму послідовного зниження бюджетного дефіциту, а ФРС почала послідовне збільшення процентних ставок. Очікується, що ставка буде щокварталу підвищуватися на 0,25-0,5 процентних пункта, і через півтора року вийде на так званий нейтральний рівень 3,5-4%. З урахуванням того, що прецесійний стан економіки Європи збережеться ще кілька років (про що застерігають міжнародні економісти), і Європейський центробанк змушений буде втримувати процентні ставки на рівні 2-2,5%, знову виникне позитивна різниця для інвестування в американську економіку. Що, у свою чергу, означає приплив капіталів і формування базису для зміцнення долара.

Безсумнівно, сильний євро не є бажаним для європейських компаній. Зміцнення євро призводить до подорожчання експорту європейських компаній у порівнянні з відповідною американською продукцією, наслідком чого є скорочення обсягів продаж і доходів Європи. Як швидко почне проявлятися ефект процентної ставки, чи покращиться торговельний баланс зараз відповісти не можливо. Суттєвою пересторогою, з якою потрібно рахуватись, є те, що швидке зростання ставок може негативно вплинути на економічну активність, що нівелює ефект припливу портфельних інвестицій. Водночас, якщо бюджет буде й далі погіршуватися, або міжнародні інвестори відмовляться від нинішніх умов запозичень, казначейству США доведеться піднімати прибутковість своїх облігацій, що неминуче здорожує й бізнес США, знизить темпи економічного зростання, а тому поставить під сумнів можливість відродження сильного долара.

Теоретично, стимулюючи експорт і стримуючи імпорт, слабший долар може сприяти зменшенню високих дефіцитів США, насамперед, рахунку поточних операцій. На практиці ж, в історії США, подібний сценарій вже “програвався”. У 80-х рр. у США спостерігалася приблизно така ж ситуація із зовнішньоторговельним дефіцитом\*. Суттєве послаблення долара справді сприяло

---

\* Дефіцит рахунку поточних операцій США у 1985 р. склав 3,0%, 1986 р. - 3,4%, 1987 р. - 3,5% ВВП відповідного року.

скороченню імпорту і покращанню стану торговельного балансу\*. Однак, вірогідно, на цьому порівняння і закінчуються. Оскільки торгівля вже не є визначальним чинником міцності валюти (як вказувалось, вплив капітальних потоків значно суттєвіший), а валютні коливання вже не можуть виступати ефективним інструментом “зовнішнього” збалансування економік, як це могло відбуватись ще двадцять років тому.

Більш вагомим чинником (з точки зору зміцнення позицій валюти як резервної) є довгострокові перспективи економічного зростання. Для євро це означає необхідність підтримки темпів економічного розвитку у Європі не нижчих ніж у США при одночасному недопущенні високих валютних коливань стосовно інших головних світових валют. У цьому контексті перспективи євро піддаються сумніву багатьма фахівцями у сфері економіки та фінансів. Окрім розв’язання проблем і завдань, пов’язаних з розширенням зони євро, Європейському Союзу у найближче десятиліття необхідно докласти чимало зусиль для здійснення структурних змін на європейському континенті. Як відомо, структурні зміни, протягом періоду їх реалізації, взагалі часто суперечать цілям дотримання високих темпів економічного зростання. Більше того, хоча в країнах ЄС певні структурні зміни були започатковані наприкінці 90-х рр., проте очікуваної дерегуляції та зниження податків у Європі практично не відбулося, а нині фахівці висловлюють навіть побоювання щодо посилення адміністративних та регуляторних заходів у зв’язку з вступом до ЄС десяти нових членів навесні 2004 р.

Вводячи євро як єдину валюту, країни Західної Європи свідомо обмежили свої можливості застосовувати валютну та монетарну політику для макроекономічного стимулювання (насамперед, шляхом підтримки експортної спроможності). Водночас, фіскальне стимулювання також утруднене, беручи до уваги досить жорсткі вимоги Пакту про стабільність та розвиток, одним з принципових положень якого є недопущення дефіцитів державних фінансів вищих 3% ВВП\*\*.

Таким чином, видається сумнівним, що країнам зони євро у найближчі 5-10 років вдасться досягти стабільних й високих темпів економічного зростання, що, у свою чергу, є вагомим аргументом-

---

\* Так долар послабився з середньорічного курсу 3,15 німецьких марки до одного долара США у 1984 р. до курсу 1,58 у 1987 р., а дефіцит рахунку поточних операцій у 1988 р. зменшився до 2,4% ВВП.

\*\* Хоча Франція і Німеччина вже виступили з критикою жорсткості цього положення, однак поки не передбачається внесення відповідних суттєвих змін.

сумнівом стосовно зміцнення позицій євро як резервної валюти і витіснення американського долара з системи міжнародних фінансів.

Вкажемо, що перспективи посилення долара також залежать від можливості залучення альтернативних ресурсів для інвестування й фінансування, насамперед, за рахунок внутрішніх заощаджень. За останні роки рівень внутрішніх заощаджень у США постійно знижувався. Якщо в 80-х рр. заощадження в США становили 17,9% ВВП, а наприкінці 90-х рр. навіть перевищили 18%, то у 2003 р. - знизились до 13% ВВП. Зазначимо, що в євро-зоні заощадження стабільно перебувають на рівні 21-22%, у Японії й азіатських “тиграх” - 27-31% ВВП цих країн. Тому очікується, що до кінця 2005 р. внутрішні заощадження США можуть повернутися на рівень 17%, що зможе трохи знизити потреби в зовнішніх ресурсах.

Одночасно, імовірно до нових “тигрів”, насамперед, Китаю й В’єтнаму, приходить розуміння того, що ера стрімкого нарощування експорту близька до завершення. І нині питання полягає в тому, чи ця ера закінчиться “спокійно”, поступовим вирівнюванням торговельних дисбалансів і збільшенням внутрішнього попиту, або ж провал нового азіатського “чуда” буде більш руйнівним, аніж кризи 1997-98 рр. Наприкінці 2004 р. одразу кілька центральних банків (Японії, Південної Кореї, Малайзії) висловилися у підтримку долара й провели інтервенції в його (долара) підтримку. Очікувалося, що й Європейський центральний банк почне погоджені дії із центральними банками інших найбільших країн з метою підтримки американського долара.

На кінець 2004 р. не уявляється можливим точно відповісти, коли почнеться нова хвиля зміцнення долара. Позитивні оцінки - вже до кінця 2005 р. Негативні - долар ніколи не стане настільки ж сильним, як був на рубежі тисячоліть. Однак і ті, й інші експертні висновки свідчать про те, що в найближчі роки неминучі істотні структурні зміни, які спричинять значні зміни у світовій торговельній і фінансовій системі.

## **6. Середньострокові виклики для економіки України**

Як ми вказували, українська економіка, не дивлячись на п’ятиріччя зростання, ще не сформувала потужний стабілізаційний базис. І політична криза, що загострилася наприкінці листопада, знову це підтвердила. Недовіра громадян до уряду переки-

нула на фінансово-банківську систему, незміцніла платіжна дисципліна вилілася в невиконання контрактів і припинення поставок, економічно необґрунтовані передвиборні соціальні виплати повернули, здавалося б забуту, масову доларизацію. Якщо ж згадати й про сепаратистську хвилю, що накотилася на різні регіони України, то не можна не помітити системних ризиків та викликів, що можуть перешкодити успішному економічному розвитку країни в найближчій перспективі. Отож, у цьому параграфі сконцентруємо увагу на кризових проявах у сфері економіки (що виникли внаслідок високої політизації), а також їх середньострокових наслідках.

Нагадаємо, другий тур президентських виборів 2004 р. характеризувався суттєвим зловживаннями і фальсифікаціями. Сотні тисяч, мільйони громадян країни стали учасниками мирної громадянської “помаранчевої революції”, основним завданням якої була демократизація українського суспільства. Водночас, будь-які революції, навіть найпозитивнішого спрямування, викликають напруженість і збої у господарському організмі. Однак, наприкінці листопада (і до початку грудня) політична напруга досягла апогею, і тоді ніхто не міг знати як розвиватимуться події далі.

Міжнародний бізнес досить швидко відреагував на політичні події в Україні. Зокрема, котування українських облігацій на міжнародних ринках у перші ж дні втратили у вартості кілька процентних пунктів, а рейтингове агентство Moody's негайно знизило рейтинг українських облігацій в іноземній валюті B1 з “позитивного” до такого, що “розвивається”. Це означало зниження рейтингів українських банків і корпорацій, що зумовлено сумнівами в можливостях української фінансово-банківської системи вчасно й повністю виконувати свої зобов'язання, насамперед в іноземній валюті.

Інші рейтингові агентства й інвестиційні банки - Standart&Poors, Fitch, JP Morgan, Credit Suisse, хоча й не погіршили своїх оцінок, однак попередили клієнтів про зростаючі ризики, пов'язані з погіршенням ліквідності або складнощами у виконанні платежів, у тому числі, у середньостроковій перспективі. Так JP Morgan, наприклад, вказував на збереження фінансових ризиків навіть у випадку нової перемоги Ющенка\*. І головні проблеми бачилися не тільки у відновленні довіри міжнародного бізнесу, але й необхідності найшвидшого формування нового правового й ділового поля. При цьому зазначалось, що вже укладені на той час парламентські угоди істотно обмежуватимуть можливості проведення необхід-

---

\* JP Morgan. Emerging Market Research. - 2004. - Dec. 7.



них активних реформувань. Відомий міжнародний експерт, фахівець із України, Андерс Ослунд висловив впевненість, що у випадку вдалого розв'язання політичної кризи, розвиток бізнесу в країні буде значно полегшено, а тому й економіка досить швидко зможе відновитися\*. Незабаром це знайшло підтвердження, оскільки вже у першій половині грудня, після прийняття історичних рішень про переголосування другого туру українські “найкоротші” облігації (2007 р. погашення) практично повернулися на свій докризовий рівень (104,5-105,75%), хоча в розпал протистояння наприкінці листопада падали до 98% (нижче номіналу).

Зазначимо, політичні загострення у всіх країнах чутливі для будь-якої економіки. Так, у Болгарії після кількох років успішних трансформаційних процесів (в 1994-1995 рр. відзначався 2% зростання) “оксамитове” протистояння між “лівими” й “правими” привело до середньорічного падіння 7-10% в 1996-97 рр., а інфляція сягала 1000%. У Венесуелі після кількох років позитивної економічної динаміки політичні баталії навколо президентства Чавеса відобразились в 9% середньорічному падінні у 2002-2003 рр.

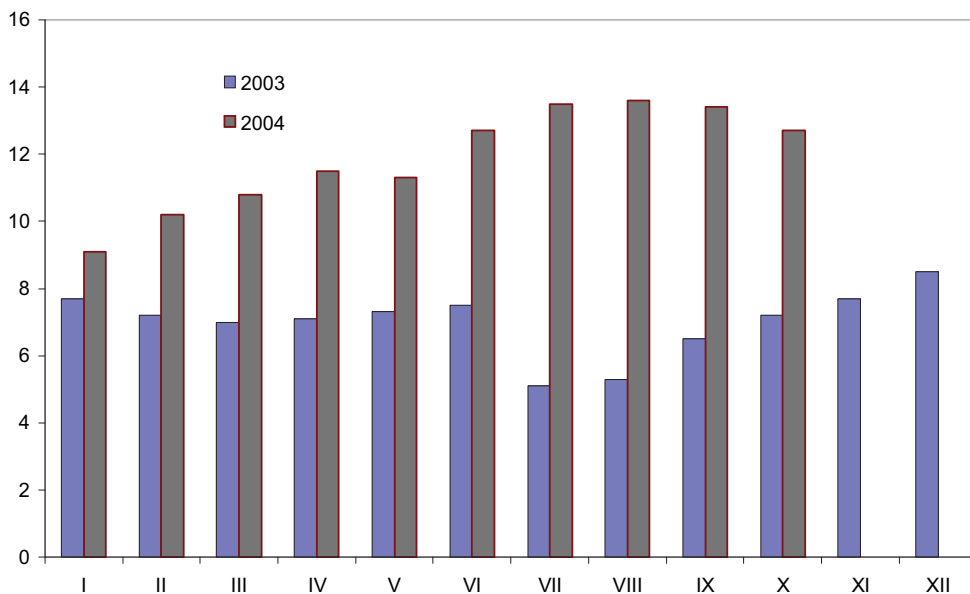
Звернемося до економічної динаміки України наприкінці 2004 р., що дасть можливість нам відповісти на питання середньострокових макроекономічних перспектив. Нагадаємо, що валовий внутрішній продукт за перші одинадцять місяців\*\* виріс на 12,4% (за перші три квартали зростання складало майже 14%), хоча у жовтні-листопаді зростання складало 8-11% (рис. 9). За оцінками міжнародних експертів втрати української економіки, як наслідок політичної кризи, складатимуть 2-3% ВВП. Водночас, слід зазначити, що українська економіка вже деякий “імунітет” до розбалансування. Скажімо, зернову кризу 2003 р. досить швидко вдалося “локалізувати”, і позитивна економічна динаміка була продовжена. Тобто припинення політичної кризи означатиме появу нових можливостей для відновлення позитивної економічної динаміки.

У період після другого туру виборів низка підприємств (що підтримували як Ющенко, так і Януковича), у тому числі, цілком успішних, припинили роботу. Відбулося як припинення оплати за відвантажену продукцію, так і відновилися вимоги, особливо закордонних постачальників, до 100% передоплати за поставки. Блокування на дорогах і прикордонних пунктах призвели як до знижен-

\* [http:// www.korrespondent.net/main/108222](http://www.korrespondent.net/main/108222)

\*\* Останні офіційні дані, що наявні на час підготовки цього матеріалу на початку січня 2005 р.

ня бюджетних надходжень, так і порушення строків поставок. Підприємства стали вкрай обмежені в оборотних коштах, а довгострокові й інвестиційні ресурси виявилися недоступними для бізнесу. За оцінками експертів припинення роботи успішного середнього підприємства на два-три тижні обходиться економіці в 100 тис. дол., оскільки такі призупинення зачіпають інтереси багатьох постачальників і споживачів, а тиждень гострої кризи “коштував” Україні від 600 млн до 1 млрд грн.



*Рис. 9. Реальний ВВП, консолідований ріст із початку року (% до відповідного періоду попереднього року)*

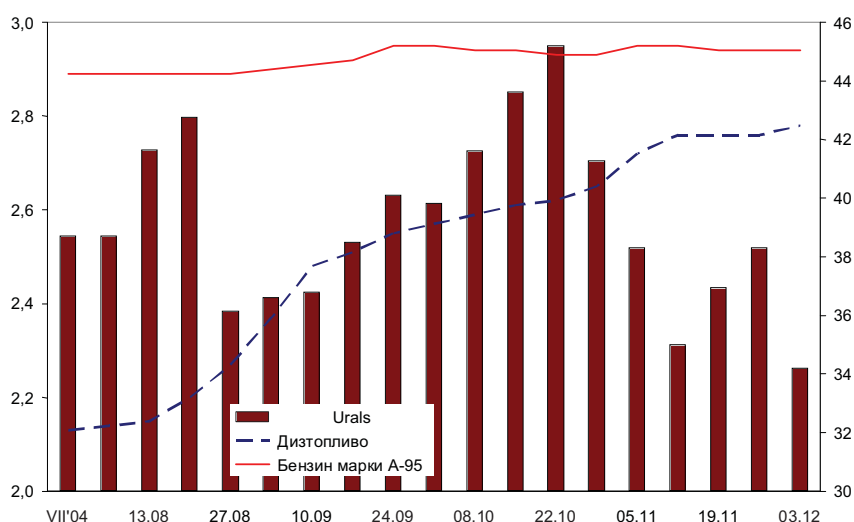
Джерело: Держкомстат.

Очевидно, зазначені тенденції й суперечності не зможуть бути швидко вирішені. Фінансову банківську підтримку протягом шести місяців, у кращому випадку, одержуватимуть лише підприємства, що давно підтвердили надійність, а малий і середній бізнес зможе покладатися переважно на власні ресурси.

Упродовж практично всіх попередніх років незалежності українська економіка страждала від неплатежів в енергетичному секторі, низької платіжної дисципліни загалом. У 2004 р. розрахунки за газ нарешті наблизилися до 100%. Однак, починаючи з жовтня 2004 р. (убезпосередньому наближенні виборчого періоду) почалися “корегування” - проплати впали нижче 40%, причому більшість Південно-східних областей сплачували лише 20-30% споживання. У грудні “Газ України” вимушений був заявити про

намір припинити виділення лімітів газу виробникам тепла, що мають заборгованості. Звичайно, такий платіжний “нігілізм” недопустимий для економічного відновлення.

У цей же період Росія оголосила, що з 1 грудня 2004 р. підвищується експортне мито на нафту на 15%, що становитиме 101 дол. за тону (попереднє підвищення з рівня 70 до 88 дол. відбулося в жовтні 2004 р.). І хоча Росія, агітуючи Україну до найшвидшого вступу в ЄСП, обіцяла не обкладати нафто-експорт в Україну, однак не викликає сумніву, що в умовах політичної напруги доведеться платити сповна. І навіть зниження, що намітилося, нафтових цін на світових ринках, вірогідно, не матиме істотного значення для цінової динаміки нафтопродуктів, оскільки відповідний ринок в Україні залишається вкрай зарегульованим (рис. 10).



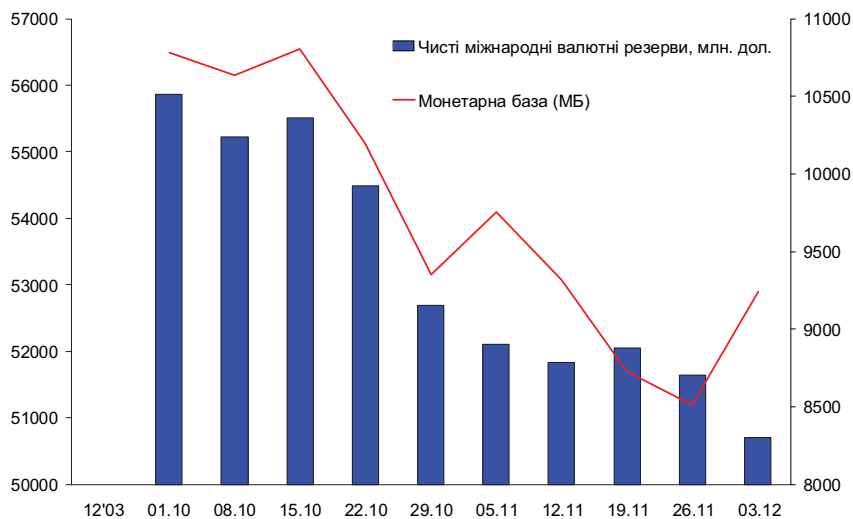
**Рис. 10. Ціни на нафту (права шкала, \$ за барель) і нафтопродукти (грн/л)**

Джерело: Держкомстат, Держцінінспекція.

Загалом, навіть в умовах дисбалансів, що утворилися наприкінці 2004 р., на ринках України, враховуючи наявну спроможність українського бізнесу до самовідтворення й залучення внутрішніх ресурсів, у 2005 р. можемо очікувати 5-7% економічного зростання, що цілком достатньо, щоб за підсумками року стверджувати, що криза переборена успішно. Зазначимо, найважливішою передумовою зазначеного процесу є довіра до нової влади.

Однак, зазначеної довіри вкрай не досить. Фінансово-банківський сектор, що є каталізатором і базисом економічних перетворень, внаслідок політичної кризи сам потрапив у вельми складну ситуацію. І саме від того, на скільки швидко вдасться збалансувати активи й пасиви банківської системи, залежить економічне відновлення.

Листопад 2004 р., особливо його друга половина, охарактеризувався виведенням значних обсягів банківських депозитів. Наявні виплати пенсій і мінімальних зарплат, що здійснювались у вересні-жовтні, створили додатковий тиск на валютних ринках. НБУ змушений був проводити значні валютні інтервенції для підтримки курсу, недопущення паніки на валютних ринках, що, безсумнівно, відбилосся на монетарних показниках (рис. 11, 12). Безсумнівно, політична криза “простимулювала” виявлення низки накопичених ризиків у банківській системі, зокрема стрімке нарощування депозитів в умовах сталого валютного курсу і досить високих депозитних ставок (12% у валюті).

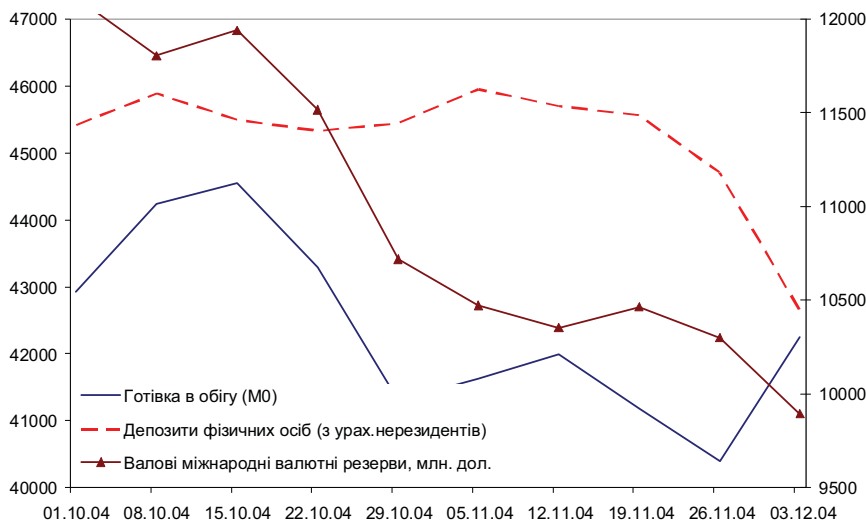


**Рис. 11. Чисті міжнародні резерви НБУ (права шкала) і монетарна база**

Джерело: НБУ.

Негайно введені НБУ обмеження на ринках депозитів для фізичних осіб і кредитів для бізнесу цілком уписуються в стабілізаційні завдання й, більше того, можуть навіть сприяти “очищенню” банківських кредитів від сумнівних, які в банківських портфелях сягали 20-25%. Головна особливість введених у період політичної кризи обмежень - банки можуть нарощувати активи (кредити економіці) тільки в рамках ресурсів, що повертаються вна-

слідок існуючих зобов'язань бізнесу перед банківською системою. Очевидно, при цьому банки змушені набагато ретельніше підходити до відбору фінансованих проектів. Подібні обмеження також повинні запобігати витіканню капіталів, у тому числі шляхом “надлишкового” кредитування пов'язаних осіб або структур.



**Рис. 12. Валові резерви НБУ (права шкала) і деякі монетарні агрегати (млн грн)**

Джерело: НБУ.

Безумовно, в таких умовах неминучі суперечності між інтересами вкладників - фізичних осіб і потребами розширеного кредитування економіки. НБУ для збереження стабільності перевагу справедливо віддав першим, оскільки саме довіра населення до банківської системи найвагоміша умова відновлення всієї фінансової системи України. У протилежному випадку (у випадку катастрофи довіри) вже через місяць банківська система втратить ліквідні ресурси і взагалі проводити будь-які розрахунки буде просто ні з чого. За оцінкою українських банкірів, запас міцності банківської системи станом на кінець листопада 2004 р. визначався розміром консолідованого розрахунку і становив 6,5-7 млрд грн. Тому, якщо лише в кількох банках почнуться проблеми, НБУ не в змозі буде використати ресурси на їх (банків) підтримку.

Зрозуміло, що введені обмеження призведуть до подорожчання навіть обмежених ресурсів. У коротко- і середньостроковій перспективі, таким чином, варто говорити про ускладнення банківських платежів, затримок з їхнім здійсненням. Неминуче, центральний банк посилить вимоги до рефінансування, банківських гарантій, експорто-імпортних контрактів, що як підвищить вартість

ділової активності, так і погіршить її оперативність. Особливі складності очікують малі й регіональні банки, які дуже швидко можуть залишитися без ліквідних ресурсів. Утім, саме малі банки часто є інструментом виведення капіталів, тому посилений їхній контроль може допомогти оздоровленню банківської системи загалом.

Неабиякі труднощі потрібно буде подолати і в зовнішньому секторі, який в останні роки був двигуном економічного зростання. Виділимо дві сфери ризиків. Перша полягає у тому, що обмеження для транспорту або блокування магістралей, морських й авіапортів, прикордонних переходів, призведуть до неможливості виконання міжнародних контрактів. Так, на Західній регіональній митниці (де проходять основні маршрути для товарних потоків у Європу й назад) щоденний збір митних платежів у період політичного загострення скоротився майже на 1 млн грн, а оцінка щотижневого скорочення зовнішньоторговельного обігу склала 3-5%. Наступна група ризиків пов'язана з тим, що великі експортери, особливо металурги, в умовах нестабільності не будуть поспішати з поверненням виторгу від своїх експортних операцій, а тому приплив валюти в Україну, що спостерігалось чотири останні роки, може істотно зменшитися. Подібна тенденція "утримання" почала проявлятися ще з початку року. Відповідно до платіжного балансу України, обсяг недоотриманого виторгу від експорту або проплаченого, але не отриманого імпорту, за перше півріччя склав 3,1 млрд дол. США (у третьому кварталі 1,4 млрд дол. США). Зрозуміло, що процес "утримання" в умовах політичної нестабільності розширюватиметься, а зовнішньоекономічні агенти й надалі не будуть поспішати повертати валютні ресурси на рахунки українських банків. У таких умовах в 2005 р. вірогідно буде варто забути про високі надходження в Україну прямих іноземних інвестицій - більше 2,5 млрд дол. за 2003-2004 р. Торговельне й інвестиційне звуження без сумніву вплине на приплив валюти в країну, що ускладнить збалансування валютного ринку.

Варто пам'ятати, що Україна в рейтингу світової конкурентоздатності 2004 р. займає 86 місце (з 104 оцінених країн) - найгірший результат серед усіх європейських країн (в 2003 р. було 84 місце з 101). Більше того, якщо макроекономічний індекс відводить нам 76 місце, то інститути державної влади оцінені так, що ми перебуваємо на 97 місці. Незаперечно, саме тут лежить наступна група сигналів для швидкого й успішного економічного відновлення - децентралізація, дерегуляція, лібералізація, самоврядуван-

ня й демократизація всіх сфер економічної діяльності. У такому разі ми зуміємо подолати труднощі, а виклики і ризики перетворити на вигоди і здобутки.

## **7. Запитання для самоконтролю, обговорення та дискусій**

1. Чому 2004 р. має особливе значення для економіки України? Які основні риси стану та динаміки економіки Ви можете виділити? Чи пов'язані між собою економічні та політичні процеси в країні, у чому це проявляється?

2. Вкажіть на особливості економічного розвитку Китаю. Чи є спільні риси з економічною динамікою України? Які уроки для України з досвіду впровадження політики розвитку в Китаї Ви можете визначити: а) у зовнішньоторговельній сфері; б) у реалізації валютної політики? (Використайте табл. 2; рис. 1, 2).

3. Охарактеризуйте режим валютної політики в Україні. Чим зумовлені вигоди гнучкого валютного курсу у порівнянні з фіксованим? Які вигоди і втрати від більшої гнучкості Ви можете визначити?

4. Визначте роль і місце потоків капіталів у формуванні сучасних світогосподарських зв'язків. (Використайте табл. 3, 4; рис. 3, 4).

5. Обґрунтуйте, чому в умовах вільних потоків капіталів країни не в змозі одночасно утримувати фіксований валютний курс і проводити незалежну монетарну політику. (Використайте трикутник “неможливості”, рис. 5).

6. У чому полягає “природа” подвійного дефіциту? Чи є це неодмінною платою країни за економічну могутність/слабкість? Яким чином подвійний дефіцит впливає на валютну динаміку? (Використайте у дискусії приклад США; рис. 6, 7).

7. На які свідчення взаємозв'язку процентної ставки і валютного курсу Ви можете вказати? Чому за низьких ставок дієвість інструментів монетарної політики знижується? (Використайте табл. 5; рис. 8).

8. Проаналізуйте взаємозв'язок рахунку поточних операцій та рахунку капіталів платіжного балансу (на прикладі США; табл. 6). Як Ви можете його пояснити? Чому країни, що розвиваються, можуть бути зацікавленими у фінансуванні фінансових дефіцитів США? Яким чином відбувається таке фінансування?

9. Якій з валют - долару США чи євро - Ви б надали перевагу: а) у короткостроковому аспекті?; б) у довгостроковій перспективі? Міцний чи слабкий долар вигідний для економіки США? Європи? Країн, що розвиваються?

10. Продискутуйте вплив політичної кризи в Україні наприкінці 2004 р. на економічне середовище країни. У чому Ви вбачаєте найбільшу проблему довготривалості політичних загострень? Як би Ви визначили роль і місце фінансово-банківського сектора у завданнях економічної стабілізації? Проаналізуйте негативні вияви кризи у фіскальному, монетарному, зовнішньоторговельному секторах. Які з пересторог, формованих у кризовий період, виправдалися, а яких (і як швидко) вдалося уникнути? (Використайте статистичні показники на період використання цього посібника і порівняйте їх з відповідними показниками, що тут наведені).

## Літературні та інформаційні джерела

1. *Вальдман Л.* Об экономической ситуации в США.
2. Глобализация: благо или угроза // <http://www.cer.uz/Review/9803-R/Ru/>
3. Глобализация: взгляд с периферии: Аналит. докл. / В.Гра-новский, Т.Хариманга, В.Юрчишин. - К., 2002. - 62 с.
4. Економічний розвиток і державна політика: Навч. посіб. / Заг. ред. Ю.Єханурова, І.Розпутенка. - К.: Вид-во УАДУ, 2001. - 480 с.
5. Економічний розвиток і державна політика: Практикум / Заг. ред. Ю.Єханурова, І.Розпутенка. - К.: Вид-во УАДУ.
6. Ефективність державного управління: Практикум // Кон-курентна політика / Заг. ред. І.Розпутенка. - К.: Вид-во "К.І.С", 2003. - Вип. 2. - 336 с.
7. *Иноземцев В.* Глобализация национальных хозяйств и со-временный экономический кризис // [http://www.ptpu.ru/issues/3\\_99/](http://www.ptpu.ru/issues/3_99/)
8. Мікроекономіка і макроекономіка / С.Будаговська, О.Кі-лієвич, І.Луїна та ін. - К.: Основи, 1998. - 518 с.
9. *Савченко А.* Макроекономічна політика. - К.: КНЕУ, 2001. - 167 с.
10. *Сорос Дж.* Новая глобальная финансовая архитектура // Вопр. экономики. - 2000. - № 12. - С. 56-84.
11. *Стиглиц Дж.* Куда ведут реформы ? // Вопр. экономики. - 1998. - № 11.



12. *Фаминский И.* Экономическая глобализация: основа, компоненты, противоречия, вызовы для России (материалы к лекциям и семинарам) // Рос. эконом. журн. - 2000. - № 10.
13. *Хорошковський В., Юрчишин В.* Монетарні виклики в умовах зростання // Статистика України. - 2004. - № 2. - С. 50-54.
14. *Шимаи М.* Глобализация как источник конкуренции, конфликтов и возможностей // [http://www.ptpu.ru/issues/1\\_99/](http://www.ptpu.ru/issues/1_99/)
15. *Юрчишин В.* Фінансове програмування у моделі української економіки / Основи фінансового програмування: Учебно-метод. посіб. - К.: Вид-во УАДУ, 1997. - 84 с.
16. *Юрчишин В.* Среднесрочные вызовы для экономики Украины. - Defense Express. - 2004. - № 12. - С. 2-6.
17. Capital Flows to Emerging Market Economies / Institute of International Finance. - 2002-2004.
18. Economic report of the President / Washington, 2004. // [http://www.gpoaccess.gov/usbudget/fy05/pdf/2004\\_erp.pdf](http://www.gpoaccess.gov/usbudget/fy05/pdf/2004_erp.pdf)
19. *Figliuoli L., Lissovolik B., Shpak I., etc.* Ukraine, 1991 - 2002 / Presentation at the Ukrainian Academy of Public Administration. February, 2002.
20. International Financial Statistics // IMF (випуски різних років).
21. *Khoroshkovsky V., Yurchyshyn V.* Monetary Expansion to Sustain Growth and Integration / Global Business and Technologies Association International Conference "Beyond Boundaries: Challenges of Leadership, Innovation, Integration, and Technology". - 2002. - June. - P. 650-655.
22. *Tseng W., Zebregs H.* Foreign Direct Investment in China: Some Lessons for Other Countries // IMF Policy Working Paper. PDP/02/3. - 2002. - 30 p.
23. UNCTAD World Investment Report 2002: Transnational Corporations and Export Competitiveness. - UNCTAD // [r0.unctad.org/wir/contents/wir02content.en.htm](http://r0.unctad.org/wir/contents/wir02content.en.htm)
24. UNCTAD World Investment Report 2003 // <http://www.un.org/russian/esa/surveys.htm>.

## Зміст

Вступ .....	3
1. Монетарне розширення: Україна - маленький Китай? .....	4
2. Усвідомлення місця потоків капіталів .....	8
3. Валютні коливання - від сили до слабкості .....	12
4. Глобальний вплив макроекономічного дисбалансу .....	17
5. Перспективи дилеми долар-євро .....	20
6. Середньострокові виклики для економіки України .....	23
7. Запитання для самоконтролю, обговорення та дискусій .....	31
Літературні та інформаційні джерела .....	32

Навчальне видання

*Юрчишин Василь Володимирович*

**Економічні виклики для України  
в умовах глобалізації**

Навчальний посібник

---

---

Київ, видавництво НАДУ

Відповідальна за випуск *С.М.Шиманська*  
Редактор-коректор *Т.А.Іванова*  
Комп'ютерна верстка *Т.Г.Григор*

Підписано до друку 18.07.2005 р.  
Формат  $60 \times 84 \frac{1}{16}$ . Тираж 300 пр. Обл.-вид. арк. 1,36.  
Ум. друк. арк. 2,09. Гарн. Таймс.

Видавництво Національної академії державного управління  
при Президентові України.  
03057, Київ-57, вул. Ежена Потьє, 20, тел. 456-94-36.  
E-mail:vydav@academy.kiev.ua

Свідоцтво серії ДК № 1561 від 06.11.2003 р.

Видруковано з оригінал-макета у видавництві  
Національної академії державного управління  
при Президентові України.  
03057, Київ-57, вул. Ежена Потьє, 20.